

LOS SISTEMAS FINANCIEROS NACIONALES Y EL ESPACIO FINANCIERO EUROPEO

Carlos Chuliá

LOS SISTEMAS FINANCIEROS NACIONALES Y EL ESPACIO FINANCIERO EUROPEO

Carlos Chuliá

Banco de España - Servicio de Estudios
Documento de Trabajo nº 9413

El Banco de España al publicar esta serie pretende facilitar la difusión de estudios de interés que contribuyan al mejor conocimiento de la economía española.

Los análisis, opiniones y conclusiones de estas investigaciones representan las ideas de los autores, con las que no necesariamente coincide el Banco de España.

ISBN: 84-7793-298-0
Depósito legal: M-14631-1994
Imprenta del Banco de España

RESUMEN

La construcción, aún inconclusa, de un espacio financiero unificado en el ámbito de la Unión Europea ha condicionado el desarrollo reciente de los sistemas financieros de sus países miembros, obligando a los agentes nacionales a revisar sus patrones de comportamiento, para acomodarlos a un nuevo marco caracterizado por la plena libertad de prestación de servicios financieros en toda el área de la Unión. En ese contexto, las estrategias diseñadas por las autoridades nacionales y por los agentes privados han dependido, por un lado, de sus posiciones de partida con respecto al previsible modelo de sistema financiero europeo del futuro, y, por otro, de sus objetivos particulares con respecto al lugar que aspiran a ocupar dentro del mismo. En ese marco, el presente trabajo revisa las experiencias pasadas y las evoluciones previsibles del sistema financiero español y de otros dos que suelen tomarse como referencias inevitables dentro de la Unión Europea: el alemán y el británico.

ÍNDICE

RESUMEN	3
1. INTRODUCCIÓN	7
2. LOS SISTEMAS FINANCIEROS ALEMÁN, BRITÁNICO Y ESPAÑOL: RASGOS BÁSICOS	9
2.1. El sistema alemán	9
2.2. El sistema británico	11
2.3. El sistema español	12
3. SISTEMAS FINANCIEROS COMPARADOS	15
3.1. Sector financiero y actividad real: el empleo financiero	15
3.2. Flujos financieros sectoriales	16
3.3. Mercados e instrumentos financieros	21
4. RASGOS BÁSICOS DEL NUEVO MARCO DE REFERENCIA	25
5. CONCLUSIONES: EL PROCESO DE TRÁNSITO	29
ANEJO I: Sistemas financieros nacionales: principales normas financieras	35
Anejo II: Principales directivas comunitarias relativas al espacio financiero común	41
BIBLIOGRAFÍA	45

1. INTRODUCCIÓN

El sistema financiero español ha seguido un largo proceso de liberalización y apertura cuyo inicio puede situarse a mediados de los años setenta. Este proceso se vio impulsado a partir del ingreso de nuestro país en la Comunidad Europea, y, posteriormente, a la luz de la perspectiva de una mayor integración europea en el terreno financiero, plasmada en el proyecto de construcción de un Mercado Único. En el camino recorrido hasta el momento, ha sido determinante la guía que han proporcionado la regulación financiera del período y los compromisos europeos adquiridos por España en este ámbito.

Como es lógico, los restantes países comunitarios han conocido procesos análogos, y, por lo mismo, sus sistemas financieros también han venido experimentando transformaciones, de diferente intensidad en función de sus respectivas posiciones de partida, para su adecuación a la legislación comunitaria y al nuevo entorno resultante de la unificación.

No existe, desde luego, un modelo de sistema financiero unificado previamente definido en todos sus extremos, por lo que su configuración definitiva será, muy probablemente, el resultado de la interacción de los sistemas financieros nacionales en el marco de una normativa general común. En ese proceso, cabe esperar que los países comunitarios con mayor peso económico y también los de sistemas más desarrollados y eficientes contribuirán en mayor medida a la definición del sistema global.

Entre los doce países comunitarios, suelen tomarse como referencia dos modelos de sistema financiero: el alemán y el inglés. Ambos son países con gran peso dentro del área, y, en términos generales, ocupan polos opuestos en cuanto a la estructura organizativa y funcional de su sistema financiero se refiere. La importancia actual de ambos sistemas lleva a conjeturar que el Sistema Financiero Europeo del futuro incorporará características de los dos modelos. Por ello, cualquier examen que trate de analizar los cambios más relevantes ocurridos en el sistema financiero español en los últimos años y de avanzar algunas reflexiones sobre su

evolución futura resulta más comprensible si se realiza con la perspectiva de la probable convergencia de los modelos europeos predominantes.

Sobre esta base, el presente trabajo se organiza en cuatro apartados, además de esta introducción. El siguiente epígrafe caracteriza sumariamente los tres sistemas financieros considerados de acuerdo con sus rasgos básicos. En el apartado tercero, se incluye un estudio comparado de los tres sistemas a partir de un conjunto de información estadística relevante. En el cuarto, se comentan las líneas principales del modelo de sector financiero paneuropeo del futuro, y, en la sección quinta se hace una reflexión sobre el proceso de tránsito al nuevo sistema. Adicionalmente, se incluyen dos anejos en los que se relacionan las principales normas financieras promulgadas en el período más reciente en cada uno de los países considerados y las principales directivas comunitarias relativas al espacio financiero común.

2. LOS SISTEMAS FINANCIEROS ALEMÁN, BRITÁNICO Y ESPAÑOL: RASGOS BÁSICOS

La perspectiva de creación de un espacio financiero europeo unificado dotado de un banco central y de una moneda únicos, con plena libertad para la instalación y la prestación de servicios financieros por entidades universales de cualquier país del área en un contexto de total libertad de movimientos de capitales, determinará el futuro de los sistemas financieros de los países comunitarios. Ese referente ha centrado la mayor parte de las actuaciones emprendidas en el período reciente por las autoridades económicas y por los agentes privados, en cuanto atañe a la actividad financiera.

En lo fundamental, las acciones de las autoridades se han encaminado hacia la liberalización financiera, la apertura al exterior, el impulso a los mercados de valores y el perfeccionamiento de los mecanismos de supervisión prudencial. El signo, la amplitud y la profundidad de las reformas en cada sistema nacional han estado en función de las correspondientes posiciones de partida con respecto a esos parámetros, por lo que todos los sistemas han avanzado en una dirección convergente.

Dentro de este contexto, en el presente epígrafe se señalan los rasgos más significativos de las reformas realizadas en el pasado reciente y se intenta caracterizar sumariamente el estado actual de cada sistema financiero.

2.1. El sistema alemán⁽¹⁾

El sistema financiero alemán se caracteriza, entre otros extremos, por estar fuertemente bancarizado y sometido a una estrecha supervisión de las autoridades financieras. El sistema bancario conforma el núcleo de la actividad financiera del país y está constituido mayoritariamente por entidades con orientación universal que poseen paquetes significativos del

⁽¹⁾ Una descripción panorámica completa del Sistema Financiero Alemán puede encontrarse en Chuliá, C. y Neuschwander, R. (1993).

capital de las empresas no financieras, y que, además, son miembros de los mercados de valores.

La actividad minorista está muy extendida, constituyendo una importante barrera de entrada a instituciones foráneas. Así, a la red comercial bancaria se suma un gran número de instituciones de pequeña dimensión, tales como cajas de ahorros y cooperativas, que actúan exclusivamente en el ámbito territorial de la ciudad o del Land donde se domicilian.

Los mercados de valores alemanes han adolecido tradicionalmente de ciertas lagunas operativas e institucionales que, sin embargo, no han sido obstáculo para soportar un gran volumen de transacciones, especialmente en su segmento bursátil de deuda pública. Conscientes de estas carencias, las autoridades alemanas han favorecido, durante la segunda mitad de los ochenta, la realización de algunas reformas necesarias para su modernización. Con ese propósito, se promulgaron la Ley de Enmienda a la Ley de Bolsas de 1989, que permitió la creación de mercados de productos derivados y la puesta en marcha de un mercado bursátil electrónico, y la Ley de Fomento de los Mercados Financieros de 1990 (véase el Anejo I).

A diferencia de nuestro país, los valores de la deuda pública alemana están instrumentados en títulos físicos, y su negociación se lleva a cabo en la bolsa de valores. Dado que ese esquema no ha registrado fricciones reseñables e incluso ha soportado razonablemente bien la expansión del déficit público germano derivado del proceso de reunificación, parece poco probable que surjan innovaciones operativas u organizativas de importancia en este terreno, más aún si se tienen en cuenta las considerables ventajas derivadas de la puesta en marcha del mercado bursátil electrónico (IBIS) en abril de 1991, en el que se negocian los valores de la deuda pública.

Por tanto, disponiendo de un modelo de banca universal, con participación directa de los bancos en los mercados de valores y en el capital de las empresas no financieras, con sólidos esquemas de supervisión pública y con unos mercados de valores todavía bastante

tradicionales, las acciones emprendidas por las autoridades y los agentes alemanes se están orientando, principalmente, a enriquecer la estructura operativa e instrumental de estos últimos.

2.2. El sistema británico⁽²⁾

Como es sobradamente conocido, Gran Bretaña cuenta con la plaza financiera europea más importante. Aunque la City ha perdido en las últimas décadas parte de su liderazgo mundial, en favor, básicamente, de Nueva York y de Tokio, mantiene una posición predominante entre los sistemas financieros del viejo continente.

Hasta los últimos años sesenta, estuvieron vigentes algunas prácticas que desvirtuaban el mecanismo británico de asignación de recursos financieros. Entre ellas, figuraban la fijación no competitiva de los tipos de interés bancarios, la reserva del mercado hipotecario en favor de las Sociedades de Crédito para la Construcción y los esquemas de comisiones mínimas en los mercados de valores. Con el fin de eliminar esas imperfecciones, las autoridades acometieron un proceso de desregulación⁽³⁾ y liberalización operativa, que incluyó, entre otras medidas, la plena apertura al exterior del sistema financiero británico (véase el Anejo I).

En la actualidad, los mercados de valores ingleses son la base de un sistema financiero marcadamente liberal e integrado internacionalmente. La presencia del sector público en el sistema es mínima, y los mecanismos de supervisión y control incluyen importantes dosis de autorregulación.

⁽²⁾ En Buckle y Thompson (1992) y en Parejo, *et al.* (1993), pueden encontrarse descripciones detalladas de la estructura de su Sistema Financiero.

⁽³⁾ En este punto, conviene señalar que, coincidiendo con la opinión expresada en Garrido, J.M. (1990), sería más correcto hablar de un desplazamiento de la regulación, pues lo que se está produciendo es un cambio de importancia y no una simple desaparición indiscriminada de normas.

Por otro lado, el sistema bancario británico se ha venido caracterizando históricamente, no solo por su escaso intervencionismo público, sino también por su elevado nivel de internacionalización⁽⁴⁾, por mantener una clara separación entre las actividades de banca comercial y banca de negocios, y, dada su tradicional aversión hacia los riesgos industriales, por su reducida presencia en el capital de las empresas no financieras.

Sin embargo, el desplazamiento de las preferencias de los inversores hacia la adquisición de valores mobiliarios, particularmente tras las privatizaciones llevadas a cabo durante la pasada década, ha estimulado los procesos de desintermediación y debilitado la clásica separación funcional entre bancos comerciales y de inversión. Así, la desintermediación bancaria ha forzado una revisión de los usos de la banca comercial que, dentro de los límites legales, ha entrado a operar, directa o indirectamente, en los mercados de valores, iniciando una incipiente aproximación al modelo de banca universal. En paralelo, se observa la formación de conglomerados empresariales complejos, constituidos por bancos, sociedades de crédito a la construcción, compañías de seguros, fondos de inversión y brokers de los mercados de valores.

En líneas generales, el sistema británico parece estar registrando un acercamiento, en algunos aspectos, al modelo continental, con un sistema bancario menos especializado, con la implantación de grupos financiero-bancarios y con una superestructura regulatoria de carácter prudencial, que ha reforzado los mecanismos de supervisión y control preventivos, y que ha contemplado los criterios de transparencia, de ética profesional y de protección del pequeño inversor.

2.3. El sistema español

La configuración actual del sistema financiero español ha sido el resultado de un proceso de modernización estructural impulsado por las autoridades económicas desde mediados de los años setenta, y

⁽⁴⁾ En estos momentos, las entidades de depósito extranjeras que operan en ese país sobrepasan el 60%.

desarrollado, en lo fundamental, en los ochenta y noventa. Las actuaciones llevadas a cabo a lo largo de esa época han combinado los principios de liberalización y de competitividad, con la intención de fortalecer la solvencia de los intermediarios, en un contexto de creciente integración con el resto del mundo.

Aunque el ingreso de España en la CE fue decisivo para avanzar en esa dirección, con anterioridad ya se habían identificado las principales imperfecciones del circuito financiero español. En concreto, los diversos programas económicos formulados en los últimos años setenta y primeros ochenta incluían menciones expresas a la necesidad de reformar el sistema financiero como parte de un proyecto de modernización integral de la estructura económica española.

En consecuencia, durante los años posteriores, se fue adoptando un amplio conjunto de medidas, entre las que destacan la liberalización de los tipos de interés y de las comisiones bancarias en un marco de transparencia informativa; la desaparición del coeficiente de inversión obligatoria de las entidades de crédito; la práctica eliminación del crédito oficial concedido en condiciones distintas de las de mercado; la reducción del coeficiente de caja; el cambio de los esquemas de supervisión hacia criterios cautelares no intervencionistas; la liberalización de la operativa bancaria y el refuerzo de la solvencia de las entidades; la homogeneización del tratamiento regulatorio de todas las entidades de crédito; la reforma integral de los mercados de valores; el perfeccionamiento de los sistemas de pagos y la total apertura al exterior de toda la operativa financiera.

Si bien la mayor parte de las reformas iniciales tuvo por objeto el sistema crediticio, por ser el núcleo del sistema financiero de la época, pronto se hizo patente la necesidad de acometer la modernización de los mercados de valores. Antes de 1988, España no contaba con una estructura sólida de mercados de valores organizados. El sistema financiero español estaba constituido, fundamentalmente, por su sistema bancario que, hasta cierto punto, venía funcionando con unos esquemas similares a los del alemán. Aparte de la falta de unos mercados de valores desarrollados, ambos sistemas compartían, entre otras características, el carácter universal de sus entidades bancarias, el alto grado de implicación

de la banca con la industria, la fuerte implantación de la actividad bancaria minorista soportada por una tupida red de sucursales de bancos, de cajas de ahorros y de cooperativas de crédito y la inexistencia de mecanismos de autorregulación dentro del esquema de supervisión.

Antes de la reforma de 1988, el mercado de valores español ya contaba con un ámbito de negociación de pagarés de empresa y, sobre todo, con un mercado muy desarrollado de deuda pública anotada al margen de la bolsa, que, con el tiempo, se ha convertido en el mercado más importante del país. Su eficaz funcionamiento, su notable nivel de transparencia y liquidez han favorecido la atracción de los inversores internacionales, contribuyendo de ese modo a la financiación del déficit público y a la política de deuda del Tesoro. Al propio tiempo, este mercado es un elemento clave de la instrumentación de la política monetaria y la referencia básica para el resto de los mercados de valores que, en mayor o menor medida, han emulado algunas de sus innovaciones institucionales, organizativas y operativas.

Al progreso del mercado de deuda vino a sumarse el impulso modernizador de la Ley de Reforma del Mercado de Valores de 1988, dotando a nuestro mercado de valores de ciertos elementos característicos de los anglosajones. Por ello, en la actualidad, el sistema financiero español presenta una configuración institucional y operativa que lo sitúa en una posición intermedia entre el británico y el alemán. De todos modos, su relativo distanciamiento inicial del modelo alemán se ha reducido después de la reforma de los mercados de valores germanos de 1989.

3. SISTEMAS FINANCIEROS COMPARADOS

Con el fin de explorar la magnitud relativa de los sectores financieros en el conjunto de la economía de los tres países, en este epígrafe se analiza la información contenida en tres bloques de indicadores: de variables reales, de flujos y sectores financieros, y de mercados e instrumentos.

Hay que tener en cuenta que, conforme se avanza en el nivel de desarrollo económico de un país, tiende a producirse una cierta sustitución sectorial en el proceso de generación de la producción nacional. Así, los sectores primarios y manufactureros son desplazados gradualmente por las actividades terciarias que asumen un peso creciente en la economía. En este contexto, resulta oportuno considerar el progreso que, dentro del sector servicios, viene registrando la actualidad financiera.

3.1. Sector financiero y actividad real: el empleo financiero

En este epígrafe, se pretende únicamente una aproximación a la importancia del sistema financiero en el conjunto de la actividad económica, a través de la información que proporciona sobre el empleo.

Utilizando los datos sectoriales de ocupación publicados por la Oficina Europea de Estadística⁽⁵⁾, el gráfico 1 presenta la contribución del sector financiero a la generación de empleo en cada país entre 1985 y 1992⁽⁶⁾.

En el gráfico destacan, por su magnitud, los porcentajes del Reino Unido, sensiblemente mayores que los de los otros dos países. En el promedio del período considerado, el 13% del empleo británico se explica

⁽⁵⁾ EUROSTAT.

⁽⁶⁾ Debe señalarse que la definición de sector financiero difiere en cada uno de los casos analizados: en el caso alemán, por ejemplo, solo se considera el sector de crédito. Ello, sin embargo, no invalida el análisis que se realiza en este epígrafe.

por la actividad financiera. Además, entre 1985 y 1990 (último año para el que se dispone de datos), el ritmo de creación de puestos de trabajo en este sector (7%) ha sido más vivo que el del conjunto de la economía (2%).

España ocupa el segundo lugar en el gráfico, a notable distancia del anterior, con una contribución media del sector financiero al empleo total del 5% aproximadamente. Sin embargo, acentuando la tendencia observada en el caso británico sobre la creación de empleo, el sector financiero español ha registrado una tasa anual de crecimiento acumulado del empleo, entre 1985 y 1992, del 7,4%, frente al 1,8% del conjunto de la economía.

Como se observa, Alemania ocupa el tercer lugar con una tasa promedio de ocupación financiera del 4% sobre el total. En cuanto a su ritmo de crecimiento, entre 1985 y 1989, la tasa acumulativa anual fue del 1,6% para el sector financiero y del 1,2% para la economía en su conjunto. Hay que apuntar que esta menor diferencia puede ser imputable al período para el que se dispone de datos, que es anterior a la adopción de las principales medidas de modernización financiera del país. En todo caso, ese perfil plano estaría reflejando, en cierto modo, el alto grado de conservadurismo operativo característico del Sistema Financiero Alemán.

Por tanto, un hecho destacable es la brecha que separa los dos mercados continentales -español y alemán- del británico, en lo relativo al nivel de ocupación en el sector financiero, y que se refleja en el hecho de que la actividad financiera en el Reino Unido mantiene un volumen relativo de empleo, tres veces superior al de los otros dos mercados.

Sin embargo, en la evolución reciente, el mayor dinamismo en la creación de puestos de trabajo corresponde al sector financiero español, que ostenta la tasa de generación de empleo más alta.

3.2. Flujos financieros sectoriales

El cuadro 1 recoge una síntesis de los flujos financieros desglosados por sectores entre 1985 y 1991, expresados en porcentaje del PIB de cada país. Dicho cuadro permite, por un lado, comparar la importancia relativa

de la actividad financiera de los tres países, y, por otro, conocer las contribuciones sectoriales.

1. FLUJOS FINANCIEROS DE LOS SECTORES RESIDENTES Porcentajes sobre el PIB. Media aritmética 1985-1991			
	ALEMANIA	REINO UNIDO	ESPAÑA
<u>INSTITUCIONES FINANCIERAS</u>			
Variación de activos	14,2	33,3	21,8
Variación de pasivos	13,2	32,7	20,4
<u>ADMINISTRACIONES PUBLICAS</u>			
Variación de activos	1,1	1,5	1,8
Variación de pasivos	2,8	2,6	5,9
<u>EMPRESAS NO FINANCIERAS</u>			
Variación de activos	4,3	5,7	7,8
Variación de pasivos	5,2	8,6	10,0
<u>FAMILIAS</u>			
Variación de activos	7,6	10,1	11,4
Variación de pasivos	2,3	8,4	6,9
<u>TOTAL</u>			
Variación de activos	27,2	50,6	42,8
Variación de pasivos	23,5	52,3	43,2

Fuentes: Base Eurostat de Cuentas Financieras y Cuentas Financieras de la Economía Española.

En primer término, es posible apreciar la existencia de notables diferencias entre los tres países considerados. Así, en el promedio del período, la emisión de nuevos pasivos financieros con los que financiar la actividad económica ha sido del 52% en el Reino Unido, del 43% en España, y, a considerable distancia, del 24%, en Alemania⁽⁷⁾.

⁽⁷⁾ Las cifras de Alemania se refieren a la antigua República Federal.

Asimismo, en el cuadro se observan diferencias en el ahorro de cada país. En efecto, el ahorro financiero neto agregado ha sido positivo, en promedio, solamente en Alemania (3,7%), mientras que los otros dos países registran cifras negativas: -1,7% el Reino Unido y -0,4% España. No obstante, es necesario señalar que, con posterioridad a 1991, las tasas de ahorro han seguido un curso diferente del de su evolución histórica, lo que es particularmente cierto en Alemania, país que, como consecuencia del notable aumento de sus necesidades de financiación, derivado del proceso de reunificación, ha incurrido en crecientes déficit por cuenta corriente⁽⁸⁾.

La mayor propensión a ahorrar de los agentes alemanes (véase cuadro 2) contribuye a explicar su menor tasa de generación de pasivos financieros, reflejo, a su vez, de la mayor disciplina financiera de dichos agentes. Dejando a un lado los factores de naturaleza sociológica, esa actitud ha contado, sin duda, con la contribución de su arraigada tradición de estabilidad. El logro de tasas de inflación bajas y estables a largo plazo justifica el bajo nivel habitual de sus tipos de interés y su reducida volatilidad, así como la fortaleza de su divisa. Consecuentemente, no se han dado las condiciones para la generación de procesos de innovación financiera de la magnitud experimentada por los otros dos países.

2. AHORRO NACIONAL BRUTO EN PORCENTAJE DEL PIB								
	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	media
ESPAÑA	20,6	21,6	21,6	22,7	22,0	22,1	21,7	21,8
ALEMANIA	22,0	23,8	23,5	24,3	26,1	25,2	23,1	24,0
REINO UNIDO	17,8	16,2	16,1	15,6	15,7	15,6	14,2	15,9

Fuente: Eurostat.

⁽⁸⁾ Véase, por ejemplo, el Informe mensual del Bundesbank de Septiembre de 1993.

El sistema financiero español ocupa una posición intermedia, con una emisión media de pasivos financieros por sus sectores residentes equivalente al 43,2% del PIB y una tasa media de adquisición de activos financieros del 42,8% del PIB. Estos niveles están más próximos a los británicos, como cabe esperar de un país con una tradición de estabilidad más parecida a la de estos que a la de los alemanes y que ha conocido significativos procesos de innovación financiera durante la pasada década.

El Reino Unido ostenta las mayores cifras de actividad financiera agregada por unidad de producto, como corresponde a un sistema financiero muy desarrollado e integrado mundialmente. En el promedio del período, sus sectores residentes emitieron pasivos financieros netos por el equivalente al 52,3% del PIB y adquirieron activos financieros por un importe del 50,6% del PIB. Como ya se puso de manifiesto en las cifras de empleo, los datos confirman la impresión de la importancia que tiene el sector financiero para la economía británica.

Por lo que se refiere al comportamiento de los sectores residentes, en el cuadro 1 se aprecia que, en todos los casos, son las instituciones financieras los agentes con mayor participación en la financiación de la actividad económica, seguidas por las familias, por las empresas no financieras y, en último término, por las administraciones públicas. Así, se pone de manifiesto la existencia de ciertos núcleos de desintermediación financiera⁽⁹⁾ que, con los datos utilizados, no se pueden aproximar con exactitud.

El cuadro 3 ofrece un detalle más pormenorizado del sector de las Instituciones Financieras, distinguiendo entre instituciones monetarias, instituciones de inversión colectiva y empresas de seguros y fondos de pensiones. Hay que indicar que la ausencia de datos de las instituciones alemanas de inversión colectiva se debe a que Eurostat no los publica separadamente en sus estadísticas, aunque su importancia relativa es considerable. Así, la información de otras fuentes muestra que el valor

⁽⁹⁾ En un sentido amplio, es decir, desintermediación bancaria y no bancaria.

patrimonial de los Fondos de Inversión Alemanes era de unos 308 mm DM⁽¹⁰⁾ a finales de 1992, cifra equivalente a un 11% del PIB germano, y que su crecimiento durante los últimos años ha sido muy rápido.

3. FLUJOS FINANCIEROS DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS Porcentajes sobre el PIB. Media aritmética 1985-1991			
	INSTITUCIONES MONETARIAS	SEGUROS Y FONDOS DE PENSIONES	INVERSIÓN COLECTIVA
ESPAÑA			
Variación de activos	19,0	1,5	1,1
Variación de pasivos	17,6	1,7	0,9
ALEMANIA			
Variación de activos	11,6	2,5	(a)
Variación de pasivos	11,0	2,2	(a)
REINO UNIDO			
Variación de activos	23,1	4,8	5,4
Variación de pasivos	21,5	4,7	6,5

Fuentes: Base Eurostat de Cuentas Financieras y Cuentas Financieras de la Economía Española.

(a) Eurostat no facilita datos de las Instituciones de Inversión Colectiva en Alemania.

Las entidades con mayor implantación en los tres países son las instituciones monetarias (banco central y sistema bancario). En el Reino Unido se observa, además, un notable desarrollo de las instituciones de inversión colectiva. Por otro lado, hay que indicar que la pequeña magnitud de las cifras de estas instituciones en España no refleja su auténtica implantación actual. En efecto: el despegue de la inversión

⁽¹⁰⁾ Véase: "Deutsche Bundesbank. Capital Markets Statistics. (1993).

colectiva se produjo en nuestro país a partir de septiembre de 1991, y, desde entonces, su crecimiento ha venido siendo muy rápido, de modo que su patrimonio neto a finales de enero de 1994 se situaba en torno a 11 billones de pesetas, equivalentes a un 17% del PIB español.

En el cuadro se aprecia el poco peso relativo de los Fondos de Pensiones españoles, aunque existen motivos para esperar la expansión de esta fórmula de ahorro-previsión. En concreto, esta es, probablemente, una de las áreas con mayor potencial de desarrollo futuro, y no solo en España, debido a las incertidumbres que pesan sobre las perspectivas financieras de los esquemas de pensiones estatales actuales, basados en técnicas financieras de reparto.

3.3. Mercados e instrumentos financieros

Las estructuras organizativas de los mercados de valores son diferentes en los tres países considerados, destacando por sus peculiaridades el caso español. Haciendo una caracterización global, se puede decir que el mercado británico es, en esencia, el más liberal e internacionalizado de los tres; que el mercado alemán es el más bancarizado, y que el mercado español es, en cierta medida, el más compartimentado.

En efecto: aparte de los mercados de productos derivados que funcionan en los tres países, el mercado español tiene tres ámbitos instrumentales de negociación claramente diferenciados: el mercado bursátil, el mercado de deuda pública anotada y el mercado de renta fija privada de la AIAF⁽¹¹⁾. Aunque en bolsa se negocian instrumentos que también son objeto de contratación en los otros dos mercados, el núcleo de la operativa bursátil es la renta variable sobre la que, por imposición legal, tiene reserva de mercado. En el mercado de deuda pública anotada, administrado por el Banco de España, se negocian exclusivamente valores desmaterializados de la deuda pública, y, por último, en el mercado de renta fija privada de la Asociación de Intermediarios de Activos

⁽¹¹⁾ Asociación de Intermediarios de Activos Financieros.

Financieros, se contratan pagarés de empresa, obligaciones y bonos privados, cédulas hipotecarias y bonos matador.

Los tres mercados nacionales han atravesado procesos de reforma de variada intensidad, orientados a reforzar las infraestructuras técnica e institucional, a incrementar la transparencia y la seguridad, a modernizar los procesos de negociación y contratación; y a mejorar los sistemas de compensación y liquidación.

De la magnitud de los cambios implicados en esos procesos da idea lo expresivo del término anglosajón acuñado para denominarlos: Big-Bang. Estos se produjeron, sin embargo, en diferentes momentos en cada uno de los países (véase el cuadro 4). El primero en incorporar las nuevas coordenadas en sus mercados de valores fue el Reino Unido con su paradigmático Big-Bang de 1986. En segundo término, por orden cronológico, se produjo la reforma del mercado de valores español, a raíz de la ley de 1988, y, por último, tuvo lugar la reforma, menos radical, del mercado alemán.

4. MERCADOS DE VALORES			
	ALEMANIA	REINO UNIDO	ESPAÑA
REFORMA	1991	1986	1989
NEGOCIACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA	Bursátil	Bursátil	Extrabursátil (a)
MERCADO DEUDA PÚBLICA ANOTADA	NO	1986	1987
NEGOCIACIÓN RENTA FIJA PRIVADA	Bursátil y O.T.C.	Bursátil	AIAF y Bolsa

(a) Un porcentaje poco significativo de la deuda pública anotada se realiza en las bolsas españolas.

De acuerdo con el cuadro 5, los valores de renta fija suponen la mayor parte de la contratación en los tres mercados considerados: especialmente, el segmento de deuda pública.

5. MERCADOS DE VALORES EN 1992 (Porcentajes sobre el PIB)						
	BOLSAS ALEMANAS	BOLSA LONDRES	ESPAÑA			
			TOTAL	BOLSA MADRID	SACDE (a)	AIAP (b)
ACCIONES COTIZADAS (Número de compañías)	665	2.330	404	404	---	---
Domésticas	425	1.816	401	401	---	---
Internacionales	240	514	3	3	---	---
CONTRATACIÓN EFECTIVA DE ACCIONES	22,6	68,6	6,4	6,4	---	---
Domésticas	22,3	38,8	6,4	6,4	---	---
Internacionales	0,4	29,8	0,0	0,0	---	---
CONTRATACIÓN EFECTIVA DE VALORES DE RENTA FIJA	55,3	119,6	54,6	1,7	51,4	1,5
Domésticos	52,5	117,6	54,2	1,7	51,4	1,2
Privados	1,1	5,4	1,9	0,8	---	1,2
Públicos	51,5	112,2	52,3	0,9	51,4	---
Internacionales	2,8	2,0	0,4	---	---	0,4

Fuentes: Federación Europea de Bolsas, Eurostat y Banco de España.
(a) Sistema de Anotaciones en Cuenta para la deuda del Estado.
(b) Asociación de Intermediarios de Activos Financieros.

En este punto, conviene recordar que, si los programas de consolidación fiscal adoptados por los gobiernos europeos alcanzan sus objetivos, el tamaño de los mercados europeos de deuda pública registrará, por lo general, una disminución progresiva que, en su caso, habría de ser compensada por la expansión de los valores privados. La magnitud de este proceso variará por países y, en cualquier caso, estará condicionada por el crecimiento de los PIB correspondientes.

Por último, la bolsa española es la que registra un menor volumen de negociación de valores de renta variable⁽¹²⁾.

Aunque el peso de la deuda pública en la negociación total es muy alto en los tres países, en España su crecimiento fue espectacular a partir de la implantación del sistema de anotaciones en cuenta. En este punto, conviene destacar que en el Reino Unido también existe un mercado de deuda pública anotada que, a diferencia del español, funciona como parte del mercado bursátil. No obstante, las características organizativas e institucionales del mercado británico son sustancialmente diferentes de las del Español (Véase: Quirós, G. (1994)). Por otro lado, hay que señalar que la deuda pública alemana se negocia también dentro de la bolsa, pero no está instrumentada en anotaciones en cuenta.

La bolsa de Londres es la que mantiene un más alto grado de internacionalización, aunque seguida de cerca por las bolsas alemanas en términos del número de compañías extranjeras con acciones cotizadas. Así, 514 compañías extranjeras tienen admitidas sus acciones a cotización en el mercado londinense y 240 en el alemán. Sin embargo, si se tiene en cuenta la magnitud de la contratación efectiva de acciones internacionales en ambos mercados, el londinense destaca con gran diferencia. España registra los valores más reducidos de los indicadores de integración internacional incluidos en el cuadro.

⁽¹²⁾ Sobre los motivos de este comportamiento, puede consultarse: García-Vaquero, V. (1993).

4. RASGOS BÁSICOS DEL NUEVO MARCO DE REFERENCIA

De acuerdo con la redacción actual del Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea, resultante de las reformas introducidas por el Acta Única y por el Tratado de la Unión Europea (TUE), la efectividad del mercado interior exige una perfecta movilidad de los bienes, de los servicios y de los factores de producción en el área. En concreto, de acuerdo con el artículo 39 del Tratado⁽¹³⁾, la acción de la Comunidad debe implicar:

"Un mercado interior, en el que la competencia no esté falseada, caracterizado por la supresión, entre los Estados miembros, de los obstáculos a la libre circulación de mercancías, personas, servicios y capitales. Como condición necesaria, las legislaciones nacionales habrán de aproximarse en la medida necesaria para el correcto funcionamiento de dicho mercado".

Por consiguiente, en el Espacio Financiero Unificado no caben obstáculos que limiten la plena movilidad de los capitales financieros o la oferta de servicios financieros y parafinancieros⁽¹⁴⁾, que podrá desarrollarse por medio de establecimiento permanente o bajo la fórmula de la libre prestación sin establecimiento.

Completando el marco de referencia, en el TUE han quedado establecidas las condiciones para la creación del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), del Banco Central Europeo (BCE) y de la Moneda Única. Esta nueva estructura institucional tendrá importantes implicaciones en los mercados más vinculados a la instrumentación cotidiana de la política monetaria, en la organización del sistema de pagos europeo y en los mercados cambiarios.

⁽¹³⁾ Modificado por el artº G.3 del TUE.

⁽¹⁴⁾ Ni de los pagos derivados de las transacciones por cuenta corriente o por cuenta de capital.

Los desarrollos legislativos relativos a la construcción financiera están, lógicamente, más avanzados que los correspondientes a la Unión Monetaria Europea (UME). Con respecto a esta, el último paso se dio el 20 de octubre de 1993, cuando el Consejo Económico y Social dictaminó sobre las propuestas de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeos relativas a la legislación derivada⁽¹⁵⁾ para la puesta en práctica de la segunda fase de la UME.

En cuanto al espacio financiero unificado, ya se han promulgado las directivas fundamentales⁽¹⁶⁾ destinadas a fijar las condiciones mínimas indispensables para garantizar el reconocimiento mutuo por cada uno de los países miembros de las autorizaciones y de los sistemas de supervisión prudencial de los demás, y hacer posible la libertad de establecimiento y de prestación de servicios en toda la Comunidad. Aparte de ello, y como complemento indispensable para la efectividad de la integración financiera comunitaria, en 1988 se promulgó la directiva sobre la libre circulación de capitales, pieza clave en el entramado unificador.

Una vez que finalicen los plazos de entrada en vigor de esas normas, habrán desaparecido íntegramente los obstáculos para que las entidades financieras, y no solo las bancarias, dispongan de una autorización única para actuar en todo el territorio comunitario y para la aplicación del principio de supervisión por el Estado miembro de origen de la entidad.

Las directivas básicas en el campo financiero son las siguientes:

DIRECTIVA	ÁMBITO	ENTRADA EN VIGOR
89/646	BANCARIO	1-1-93
92/49	SEGUROS DE NO VIDA	1-7-94
92/96	SEGUROS DE VIDA	1-7-94
93/22	VALORES	1-1-96

⁽¹⁵⁾ Constituida por las directivas, los reglamentos, las decisiones y las recomendaciones.

⁽¹⁶⁾ Véase el Anejo II.

En lo que se suele considerar como el núcleo de los sistemas financieros -áreas bancaria y de valores-, los perfiles trazados por esas directivas se caracterizan por los siguientes rasgos básicos:

1. Un modelo de banca universal, en el que las entidades disfrutan de total libertad para prestar sus servicios bajo la modalidad que libremente elijan: a través de una red de sucursales, mediante la prestación transfronteriza de servicios o constituyendo sociedades filiales en los países de destino.
2. Las entidades dispondrán de una sola autorización⁽¹⁷⁾, concedida por las autoridades competentes de su país de origen, que les permitirá ejercer el vasto conjunto de actividades financieras y parafinancieras previsto en las directivas.
3. Es un sistema totalmente abierto al exterior, con la sola condición de que se verifique el principio de reciprocidad comunitaria. Es decir, la libertad de instalación y de prestación de servicios se hace extensiva a las entidades originarias de otros países no comunitarios que otorguen en sus territorios un trato equivalente a las instituciones comunitarias.
4. La vigilancia del funcionamiento ordenado del sistema obedece a un diseño descentralizado. Es decir, se encomienda a las autoridades competentes de cada país miembro, aunque de acuerdo con un esquema común perfilado por el derecho derivado comunitario. El modelo de supervisión es de tipo cautelar, sin intervención directa del Estado en el sistema, y se apoya en una metodología de base consolidada, que se justifica por la creciente complejidad organizativa de las unidades económico-empresariales europeas. Coherentemente con el modelo de banca universal y con la total liberalización operativa, las autoridades supervisoras tendrán en cuenta las posibles consecuencias para la solvencia de los sistemas de una mayor variedad de riesgos.

⁽¹⁷⁾ La licencia única comunitaria.

5. A fin de compatibilizar la soberanía nacional en la supervisión con el mercado unificado, se establecen mecanismos de colaboración y de cooperación estrechos entre las autoridades nacionales, articulando cauces de intercambio de información respetuosos con el más escrupuloso respeto del secreto profesional.
6. Para evitar que, en ese marco liberalizado, puedan menoscabarse los intereses de los consumidores de servicios financieros, se añaden medidas de refuerzo de la transparencia y de la competencia leal y se promueve la redacción de códigos de conducta para la actuación de los agentes en los mercados.

5. CONCLUSIONES: EL PROCESO DE TRÁNSITO

Una de las singularidades de la construcción del Sistema Financiero Europeo es que no tiene precedentes similares que ayuden a inferir su evolución futura. Se edifica a partir de una regulación uniformadora de los doce sistemas actuales, y no mediante un proceso gradual y espontáneo paralelo a la evolución de la estructura económica del área. Por ello, el análisis de las experiencias históricas de los sistemas nacionales es insuficiente para evaluar su trayectoria futura.

El punto de partida del proceso de construcción del Sistema Financiero Europeo Unificado se caracteriza por la existencia de varios sistemas financieros nacionales imperfectamente integrados que, formando parte de economías con niveles de desarrollo diferentes, conforman el ámbito del sistema paneuropeo.

En principio, el tránsito hacia el futuro Sistema Financiero Europeo habría de implicar una cierta convergencia de los sistemas nacionales derivada de la obligada armonización regulatoria y de la propia dinámica de las fuerzas de mercado dentro de un marco competitivo y abierto. En virtud de esa convergencia, se registraría una recomposición del panorama financiero europeo paralela a la redefinición de los papeles que actualmente desempeñan los sistemas nacionales en el conjunto.

Al final del proceso, deberán estar definidas, entre otras cuestiones, la del peso de los mercados de valores, su distribución geográfica y su especialización; la posición relativa de las diversas instituciones financieras actuales, su especialización y su organización espacial; y la naturaleza, alcance y contenido de la regulación financiera y de la función supervisora de las autoridades nacionales.

Puede afirmarse que el sistema resultante no reproducirá ninguno de los modelos nacionales preexistentes⁽¹⁸⁾, ni será tampoco el resultado de un proceso más o menos inercial de yuxtaposición de los mismos. Cabe esperar, por el contrario, que la puesta en marcha de actuaciones de modernización de los sistemas nacionales incorpore al nuevo mercado los mejores elementos de los sistemas nacionales actuales, erradicando solapamientos y fuentes de ineficiencia.

El proceso de armonización legislativa todavía está incompleto, debido, principalmente, a que no se han agotado los plazos de entrada en vigor de buena parte de las directivas, aunque haya países miembros que se han adelantado al calendario, incorporando a su derecho interno algunas de las piezas normativas comunitarias que sus sistemas financieros estaban en condiciones de asumir sin tensiones.

Por ello, aunque los diversos agentes y mercados financieros vienen adoptando desde hace tiempo medidas estratégicas, organizativas y operativas de acomodación al mercado supranacional, todavía es pronto para dar por concluido el proceso. De hecho, ni el impulso dado por las autoridades nacionales ni las acciones desplegadas hasta ahora por los agentes financieros son suficientes para dar lugar, en el corto plazo, a una integración completa de los doce mercados financieros nacionales.

Para el usuario de servicios financieros, la ampliación de la oferta derivada de la entrada en funcionamiento del mercado unificado se traducirá en reducciones de los costes financieros y en mejoras de la variedad y la calidad de la producción financiera. Además, la creación de una moneda única para el conjunto del área le reportará menores de costes de transacción y la eliminación del riesgo de cambio en el comercio intraeuropeo.

⁽¹⁸⁾ No en vano, la redacción final de las directivas comunitarias suele ser producto de soluciones consensuadas entre los representantes de los países miembros, y que, por tanto, tienen en cuenta circunstancias particulares de los diversos sistemas financieros nacionales.

Desde el punto de vista de los intermediarios financieros, el panorama es algo más complejo. De hecho, han de afrontar una revisión importante de sus estructuras organizativas y operativas para acomodarse al nuevo marco de relaciones financieras paneuropeas, y, en su caso, para disfrutar de las ventajas que aporta el operar en un mercado mucho más amplio.

Desde la perspectiva individual de los países miembros, el proceso de integración entraña ciertos riesgos. En concreto, es bastante probable que se presenten sesgos en el proceso de transición, expresados en costes de ajuste distribuidos asimétricamente entre los mercados nacionales. Sin duda, la dinámica de construcción implicará una selección competitiva entre los sistemas financieros nacionales participantes, de la que algunos resultarán beneficiados y otros eventualmente perjudicados. Sin embargo, y aunque los avances tecnológicos operados en informática y telecomunicaciones⁽¹⁹⁾ han mermado el valor estratégico de la variable localización geográfica en el sector financiero, debe tenerse en cuenta que existen ciertos ámbitos operativos en los que la presencia física y la proximidad a la clientela desempeñan un papel indiscutible. Estas cuestiones serán determinantes para la configuración espacial del Sistema Financiero Europeo, y, por ende, para evaluar las perspectivas de futuro de los distintos mercados nacionales.

En el caso del sistema financiero español, el diagnóstico sobre su desarrollo futuro debe tomar en consideración que, por sus características, se sitúa a mitad de camino entre el británico y el alemán. Ello implica que no son esperables cambios radicales en su modelo de organización. En cambio, son prioritarias tareas más específicas destinadas a poner las bases para poder competir en el área unificada en los distintos segmentos del negocio financiero, e identificar cuáles son los puntos fuertes y los débiles de las instituciones y de los mercados

⁽¹⁹⁾ Y los que cabe esperar en el futuro, particularmente en el contexto del impulso comunitario a la investigación en esta área y a la constitución de redes transeuropeas de infraestructuras de las comunicaciones, resultante del respaldo otorgado por el Consejo Europeo de Bruselas de diciembre de 1993, al Libro Blanco de la Comisión sobre crecimiento, competitividad y empleo.

españoles. En términos muy generales, las ventajas de partida parecen localizarse, en mayor medida, en los mercados nacionales y más protegidos de la competencia exterior por razones de escala, de especialización o de proximidad.

Los mercados y agentes españoles explotarán, probablemente, las ventajas de la localización en los ámbitos de actuación menos permeables a la entrada de entidades extranjeras. El ejemplo más evidente es el de la actividad minorista, que conformará, presumiblemente, el núcleo de la operativa financiera futura de nuestro país, tanto en el terreno de los mercados bancarios y de los sistemas de pagos como en el de los mercados de valores. Consiguientemente, los mercados e instituciones financieras españoles con menor vocación internacional deberían centrar sus esfuerzos organizativos en la actividad de particulares y empresas de tamaño pequeño y mediano sin proyección internacional, en la oferta de productos de ahorro-inversión para ese tipo de clientes y en la optimización de los sistemas de pagos en el ámbito de las transacciones de menor cuantía.

Otro de los terrenos con expectativas de crecimiento futuro es el de los productos de ahorro-pensión. En efecto: la sostenibilidad financiera de los sistemas de seguridad social de los diversos países solo parece viable, dados los patrones de crecimiento demográfico y de empleo, si se implantan y consolidan fórmulas complementarias de gestión privada apoyadas en técnicas financieras de capitalización. En países como España, las modalidades de ahorro a muy largo plazo están poco desarrolladas, a pesar de beneficiarse de ciertos incentivos fiscales. Su expansión dependerá, en buena medida, del éxito en la lucha contra la inflación que, si se logra, daría lugar a una demanda de colocaciones a largo plazo, favorecedora de la formación de capital y del desarrollo económico general.

En cuanto a los mercados de valores españoles, las mejoras cosechadas después de varios años de reforma les han colocado más cerca de los estándares operativos y organizativos de los mercados más desarrollados, particularmente en el ámbito de la deuda pública anotada,

que, tras varios años de funcionamiento, se ha ganado una buena reputación entre los inversores nacionales e internacionales.

En ese terreno, buena parte de los mercados e intermediarios españoles está en condiciones de explotar las ventajas de localización de que disfrutan, adoptando una estrategia de colaboración con otras entidades internacionales. Con el fin de participar desde una base realista en las grandes operaciones financieras que se canalicen en primera instancia a través de los principales centros europeos, sería conveniente establecer acuerdos de cooperación con las grandes entidades internacionales en beneficio de ambas partes. Los intermediarios españoles podrían proporcionar canales de distribución minorista evitando a aquellas entidades la instalación de costosas redes de comercialización en España. Al mismo tiempo, podrían ofrecer a su clientela nacional vías especializadas de salida a los mercados financieros exteriores sin incurrir en las cargas de estructura derivadas del establecimiento en otras plazas europeas.

Al margen de estas orientaciones generales, válidas para la mayor parte de nuestros intermediarios financieros, las escasas entidades españolas de mayor tamaño y proyección exterior, que desde hace tiempo vienen participando con éxito en operaciones financieras nacionales e internacionales de gran cuantía y complejidad, podrían continuar explotando este cauce de negocio en mejores condiciones que en la actualidad, toda vez que la permanencia de restricciones a la libre prestación de servicios podría haber limitado en algunas circunstancias sus márgenes de actuación en otros países europeos.

ANEJO I

SISTEMAS FINANCIEROS NACIONALES: PRINCIPALES NORMAS FINANCIERAS

A) SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL: PRINCIPALES NORMAS FINANCIERAS PROMULGADAS DESDE 1986

1986 Adaptación de las normas legales en materia de establecimientos de crédito al ordenamiento jurídico de la Comunidad Europea.

1987 Liberalización total de los tipos de interés y de las comisiones bancarios.

Diseño del calendario de desaparición gradual del coeficiente de inversión de las entidades bancarias.

Creación del Sistema de Anotaciones en Cuenta para la Deuda del Estado.

Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones.

Normas sobre transparencia de las entidades de crédito relativas a los tipos de interés, comisiones y normas de actuación con la clientela.

Creación del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero y del Sistema Nacional de Compensación Electrónica.

1988 Ley de Disciplina e Intervención de las entidades de crédito.

Ley de Reforma del Mercado de Valores.

Ley de Instituciones de Inversión Colectiva.

Regulación de la creación de entidades de crédito y de la instalación en España de entidades de crédito extranjeras.

Liberalización de la expansión territorial de las Cajas de Ahorros.

1989 Desarrollo del estatuto jurídico de las Sociedades y las Agencias de Valores.

Integración de la peseta en el mecanismo de cambios del SME.

Normas de creación de las ECAOL.

Nacimiento del mercado bursátil continuo interconectado.

1990 Reforma del coeficiente de caja y creación de los Certificados del Banco de España.

1991 Reorganización del Crédito Oficial.

Renovación del régimen jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición.

Revisión de la regulación del mercado hipotecario.

Creación del mercado privado de renta fija de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros.

Regulación de las operaciones bursátiles especiales y de la transmisión extrabursátil de valores.

Levantamiento total de los controles de cambio.

Regulación de los mercados financieros oficiales de futuros y opciones.

1992 Creación del mercado bursátil de deuda pública anotada.

Creación de un nuevo sistema de compensación y de liquidación de operaciones bursátiles.

Establecimiento de régimen general de representación de valores por medio de anotaciones en cuenta.

Desarrollo reglamentario de las emisiones y ofertas públicas de venta de valores.

Ley de Recursos propios y supervisión consolidada de entidades financieras.

Regulación de las Sociedades y los Fondos de Inversión Inmobiliaria.

Creación de los Fondos de Titulización Hipotecaria.

Liberalización de las emisiones de valores por no residentes.

Regulación de las normas de actuación en los mercados de valores.

B) SISTEMA FINANCIERO ALEMÁN: PRINCIPALES NORMAS FINANCIERAS PROMULGADAS DESDE 1980⁽²⁰⁾

1981 Total liberalización de las importaciones de capital del exterior.

1986 Reforma del coeficiente de caja. Se modifica su estructura, se amplía la base de computo y se reduce la carga soportada por los bancos.

Ley sobre Admisión de valores a cotización en Bolsa.

⁽²⁰⁾ Tomado de Chuliá, C. y Neuschwander, R. (1993).

Ley de mejora del marco de actuación de los inversores institucionales.

1989 Ley de enmienda a la Ley de Bolsas, que incorporó las siguientes novedades:

Se revisó la normativa sobre las operaciones de futuros, facilitando la creación de la Bolsa de Futuros (DTB).

Se permitió la negociación bursátil por medios electrónicos, dando lugar a la creación del mercado electrónico (IBIS).

Se reorganizó la supervisión de los Agentes de cambio (Maklers) y de los corredores libres (Maklers libres).

Se permitió la negociación de valores en divisas.

1990 Ley de fomento de los mercados financieros, en la que se introdujeron las siguientes novedades:

Se suprimieron los impuestos sobre contratación bursátil y sobre las letras de cambio.

Se amplió el ámbito operativo de las sociedades de inversión y de los fondos de inversión.

Se autorizó la creación de Fondos de Obligaciones con un plazo limitado de vencimiento.

Ley sobre folletos de emisión.

Ley de simplificación de la emisión de obligaciones, suprimiéndose el procedimiento de autorización.

Reorganización de la bolsa de Francfort, que adopta la forma de Sociedad Anónima.

1993 Cuarta Ley de Enmienda a la Ley General de Bancos, mediante la que se transponen la directiva comunitaria sobre recursos propios y supervisión en base consolidada de entidades de crédito y la segunda directiva de coordinación bancaria.

C) SISTEMA FINANCIERO BRITÁNICO: PRINCIPALES NORMAS FINANCIERAS PROMULGADAS EN LOS AÑOS SETENTA Y OCHENTA⁽²¹⁾.

1974 Ley de crédito al consumo.

1979 Promulgación de la Ley Bancaria.

1979 Levantamiento de los controles de cambios. Dada la libertad de comisiones en la bolsa de Nueva York, esta liberalización dio lugar a una notable pérdida de negocio de la plaza londinense y al inicio de la preparación de la desregulación en este mercado.

1980 Desaparición de los controles al crédito bancario (the Corset).

1982 Ley de compañías de seguros.

1983 Desaparición del cártel de las Sociedades de crédito para la Construcción.

1985 Ley de Reforma de las Cajas de Ahorros. Se convierten en Sociedades Anónimas.

1986 Ley del Mercado de Valores: el Big Bang.

1986 Ley de las Sociedades de crédito para la Construcción: desregulación.

⁽²¹⁾ Tomado de BUCKLE, M. y THOMPSON, J.L. (1992) y de PAREJO, J.A. et al. (1993).

1986 Ley de Servicios Financieros, reforzando la protección del inversor.

1987 Nueva Ley Bancaria que modifica la de 1979.

ANEJO II

PRINCIPALES DIRECTIVAS COMUNITARIAS RELATIVAS AL ESPACIO FINANCIERO COMÚN

MOVIMIENTO DE CAPITALS

(88/361/CEE). Directiva del Consejo para la aplicación del artículo 67 del Tratado, relativo a la libre circulación de capitales.

ÁREA BANCARIA

(89/299/CEE). Directiva del Consejo relativa a los fondos propios de las entidades de crédito.

(89/646/CEE). Segunda Directiva del Consejo para la coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio.

(89/647/CEE). Directiva del Consejo sobre el coeficiente de solvencia de las entidades de crédito.

(92/30/CEE). Directiva del Consejo relativa a la supervisión de las entidades de crédito de forma consolidada.

(92/121/CEE). Directiva del Consejo sobre supervisión y control de las operaciones de gran riesgo de las entidades de crédito.

(93/6/CEE). Directiva del Consejo sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito.

ÁREA DE VALORES

(79/279/CEE). Directiva del Consejo sobre la coordinación de las condiciones de admisión de valores mobiliarios a cotización en una bolsa de valores.

(85/611/CEE). Directiva del Consejo por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM).

(89/592/CEE). Directiva del Consejo sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada.

(93/6/CEE). Directiva del Consejo sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito.

(93/22/CEE). Directiva del Consejo relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables.

ÁREA DE SEGUROS

(87/344/CEE). Directiva del Consejo sobre la coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al seguro de defensa jurídica.

(90/232/CEE). Tercera Directiva del Consejo sobre la aproximación de las legislaciones de los Estados miembros relativas al seguro de responsabilidad civil que resulta de la circulación de vehículos automóviles.

(92/49/CEE). Tercera Directiva del Consejo por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al seguro directo distinto del seguro de vida.

(92/96/CEE). Tercera Directiva del Consejo por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al seguro directo de vida.

BIBLIOGRAFÍA

BUCKLE, M. y THOMPSON, J.L. (1992): "The United Kingdom financial system in transition. Theory and practice". Manchester University Press.

CHULIA, C. (1993): "Armonización legislativa del Sistema Crediticio Europeo: La Segunda Directiva de Coordinación Bancaria"; Banco de España. Servicio de Estudios; Documento Interno EC/1993/47; mayo.

CHULIA, C. y NEUSCHWANDER, R. (1993): "Panorámica del Sistema Financiero Alemán"; Banco de España. Servicio de Estudios; Documento Interno EC/1993/78; diciembre.

ESCRIVA, J.L. y MALO DE MOLINA, J.L. (1991): "La instrumentación de la política monetaria española en el marco de la integración europea". Banco de España. Documento de Trabajo 9104.

GARCIA-VAQUERO, V. (1993): "Los mercados de valores españoles ante el espacio financiero común. Evolución reciente y perspectivas"; Banco de España. Boletín económico; noviembre.

GARRIDO, J.M. (1990): "La regulación de los mercados financieros en Inglaterra"; Revista de Derecho Bancario y Bursátil; julio-septiembre.

GUAL, J. y VIVES, X. (1990): "Desregulación y competencia en el sector bancario español". FEDEA.

GUTIÉRREZ, F. (1993): "El sistema financiero y la integración europea"; En: Perspectivas del sistema financiero; n. 43.

JACOMB, M.M.: "Banca e Industria: El Reino Unido". Mimeo.

PAREJO, J.A., CALVO, A. y PAUL, J. (1993): "El Sistema Financiero en los países de la C. E.". Editorial A. C.

PÉREZ, J. (1992): "Implicaciones estructurales de los acuerdos de Maastricht para los mercados e instituciones financieras españolas"; Información Comercial Española; n. 703; marzo.

QUIROS, G. (1994): "EL MERCADO BRITÁNICO DE DEUDA PÚBLICA". Banco de España. Documento de Trabajo 9404.

DOCUMENTOS DE TRABAJO (1)

- 9301 **Emiliano González Mota:** Políticas de estabilización y límites a la autonomía fiscal en un área monetaria y económica común.
- 9302 **Anindya Banerjee, Juan J. Dolado and Ricardo Mestre:** On some simple tests for cointegration: the cost of simplicity.
- 9303 **Juan Ayuso y Juan Luis Vega:** Agregados monetarios ponderados: el caso español. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9304 **Ángel Luis Gómez Jiménez:** Indicadores de la política fiscal: una aplicación al caso español.
- 9305 **Ángel Estrada y Miguel Sebastián:** Una serie de gasto en bienes de consumo duradero.
- 9306 **Jesús Briones, Ángel Estrada e Ignacio Hernando:** Evaluación de los efectos de reformas en la imposición indirecta
- 9307 **Juan Ayuso, María Pérez Jurado y Fernando Restoy:** Indicadores de credibilidad de un régimen cambiario: el caso de la peseta en el SME. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9308 **Cristina Mazón:** Regularidades empíricas de las empresas industriales españolas: ¿existe correlación entre beneficios y participación?
- 9309 **Juan Dolado, Alessandra Gorio and Andrea Ichino:** Immigration and growth in the host country.
- 9310 **Amparo Ricardo Ricardo:** Series históricas de contabilidad nacional y mercado de trabajo para la CE y EEUU: 1960-1991.
- 9311 **Fernando Restoy y G. Michael Rockinger:** On stock market returns and returns on investment.
- 9312 **Jesús Saurina Salas:** Indicadores de solvencia bancaria y contabilidad a valor de mercado.
- 9313 **Isabel Argimón, José Manuel González-Páramo, María Jesús Martín y José María Roldán:** Productividad e infraestructuras en la economía española. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9314 **Fernando Ballabriga, Miguel Sebastián and Javier Vallés:** Interdependence of EC economies: A VAR approach.
- 9315 **Isabel Argimón y M.ª Jesús Martín:** Series de «stock» de infraestructuras del Estado y de las Administraciones Públicas en España.
- 9316 **Pedro Martínez Méndez:** Fiscalidad, tipos de interés y tipo de cambio.
- 9317 **Pedro Martínez Méndez:** Efectos sobre la política económica española de una fiscalidad distorsionada por la inflación.
- 9318 **Pablo Antolín y Olympia Bover:** Regional Migration in Spain: The effect of Personal Characteristics and of Unemployment, Wage and House Price Differentials Using Pooled Cross-Sections.
- 9319 **Samuel Bentolila y Juan J. Dolado:** La contratación temporal y sus efectos sobre la competitividad.
- 9320 **Luis Julián Álvarez, Javier Jareño y Miguel Sebastián:** Salarios públicos, salarios privados e inflación dual.
- 9321 **Ana Revenga:** Credibilidad y persistencia de la inflación en el Sistema Monetario Europeo. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9322 **María Pérez Jurado y Juan Luis Vega:** Paridad del poder de compra: un análisis empírico. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9323 **Ignacio Hernando y Javier Vallés:** Productividad sectorial: comportamiento cíclico en la economía española.
- 9324 **Juan J. Dolado, Miguel Sebastián y Javier Vallés:** Cyclical patterns of the Spanish economy.
- 9325 **Juan Ayuso y José Luis Escrivá:** La evolución del control monetario en España.
- 9326 **Alberto Cabrero Bravo e Isabel Sánchez García:** Métodos de predicción de los agregados monetarios.

- 9327 **Cristina Mazón:** Is profitability related to market share? An intra-industry study in Spanish manufacturing.
- 9328 **Esther Gordo y Pilar L'Hotellerie:** La competitividad de la industria española en una perspectiva macroeconómica.
- 9329 **Ana Buisán y Esther Gordo:** El saldo comercial no energético español: determinantes y análisis de simulación (1964-1992).
- 9330 **Miguel Pellicer:** Functions of the Banco de España: An historical perspective.
- 9401 **Carlos Ocaña, Vicente Salas y Javier Vallés:** Un análisis empírico de la financiación de la pequeña y mediana empresa manufacturera española: 1983-1989.
- 9402 **P. G. Fisher and J. L. Vega:** An empirical analysis of M4 in the United Kingdom.
- 9403 **J. Ayuso, A. G. Haldane and F. Restoy:** Volatility transmission along the money market yield curve.
- 9404 **Gabriel Quirós:** El mercado británico de deuda pública.
- 9405 **Luis J. Álvarez and Fernando C. Ballabriga:** BVAR models in the context of cointegration: A Monte Carlo experiment.
- 9406 **Juan José Dolado, José Manuel González-Páramo y José M.ª Roldán:** Convergencia económica entre las provincias españolas: evidencia empírica (1955-1989).
- 9407 **Ángel Estrada e Ignacio Hernando:** La inversión en España: un análisis desde el lado de la oferta.
- 9408 **Ángel Estrada García, M.ª Teresa Sastre de Miguel y Juan Luis Vega Croissier:** El mecanismo de transmisión de los tipos de interés: el caso español.
- 9409 **Pilar García Perea y Ramón Gómez:** Elaboración de series históricas de empleo a partir de la Encuesta de Población Activa (1964-1992).
- 9410 **F. J. Sáez Pérez de la Torre, J. M.ª Sánchez Sáez y M.ª T. Sastre de Miguel:** Los mercados de operaciones bancarias en España: especialización productiva y competencia.
- 9411 **Olympia Bover and Ángel Estrada:** Durable consumption and house purchases: Evidence from Spanish panel data.
- 9412 **José Viñals:** Building a Monetary Union in Europe: is it worthwhile, where do we stand, and where are we going?
- 9413 **Carlos Chuliá:** Los sistemas financieros nacionales y el espacio financiero europeo.

(1) Los Documentos de Trabajo anteriores a 1993 figuran en el catálogo de publicaciones del Banco de España.

<p>Información: Banco de España Sección de Publicaciones. Negociado de Distribución y Gestión Teléfono: 338 51 80 Alcalá, 50. 28014 Madrid</p>
--